



库存压力不减 榨季之交糖价延续寻底

内容提要：

- 糖价长期下跌导致下游消费及中间商采购谨慎，双节传统消费旺季不旺，产销率同比低14.5%，结转库存压力创纪录，且消化速度慢，成为糖价上行最重要的阻力。
- 糖厂面临兑付压力，在三季度后半程已经开始降价去库存。为了赢得与质优价廉的进口糖的竞争优势，国内糖厂降价出货或将成为榨季之交的常态，此举或将使糖厂陷入恶性循环。
- 糖料直补已经提上日程，但具体实施政策尚待发改委调研组完成调研之后，难以成为当前糖价止跌回升的救命稻草。
- 14/15榨季巴西等主产国预期减产，全球供求形势预期紧平衡，全球性的库存消化成为大势所趋，但消化速度及力度仍存疑虑，国内外糖价筑底进程或长于此预期。
- 郑糖自1月底至9月中旬经历圆弧顶涨跌轮回，形态高度近700点，时间跨度近8个月，在4300-4400附近价位直接企稳走底部形态的概率很小，预计自郑糖指数圆弧顶颈线4400算起仍将有300-400点左右的下行空间，四季度糖价波动将在寻底至试探筑底的进程度过。

分析师

姓名：高岩

从业资格号：F0249001

电子邮箱：
gaoyan@neweraqh.com.cn

一、产销数据偏空，库存压力大

本榨季糖价的长期下跌使得中间商及下游用糖企业采购谨慎，随用随买，旺季特征淡化，逐月销糖率长期处于同比偏低状态，临近本榨季末，结转库存成为悬在多头前方的一把利剑。

据中国糖业协会最新简报，2013/14 年制糖期全国共生产食糖 1331.8 万吨（上制糖期同期产糖 1306.84 万吨），比上一制糖期多产糖 24.96 万吨，其中，产甘蔗糖 1257.17 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 1198.34 万吨）；产甜菜糖 74.63 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 108.5 万吨）。

截至 2014 年 8 月底，本制糖期全国累计销售食糖 1024.39 万吨（上制糖期同期 1194.58 万吨），累计销糖率 76.92%（上制糖期同期 91.41%），其中，销售甘蔗糖 964.16 万吨（上制糖期同期 1098.35 万吨），销糖率 76.69%（上制糖期同期 91.66%），销售甜菜糖 60.23 万吨（上制糖期同期 96.23 万吨），销糖率 80.7%（上制糖期同期 88.69%）。

图表 1 2013/14 榨季截至 8 月底我国食糖产销进度表（万吨；%）

省 区	截至 2014 年 8 月底累计			备注
	产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	1331.8	1024.39	76.92	
甘蔗糖小计	1257.17	964.16	76.69	
广 东	118.5	106.42	89.81	
其中：湛江	104.5	94.28	90.22	
广 西	855.8	661	77.24	
云 南	230.63	146.21	63.40	
海 南	41.65	28.94	69.48	
福 建	0.85	0.85	100.00	
四 川	3.18	3.18	100.00	
湖 南	1.52	1.52	100.00	
其 他	5.04	5.04	100.00	

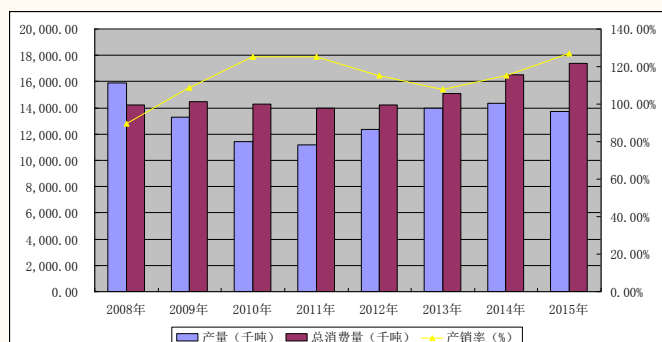
甜菜糖小计	74.63	60.23	80.70	
黑龙江	2.99	2.99	100.00	
新疆	44.91	31.61	70.39	
内蒙古	17	15.9	93.53	
河北	5.63	5.63	100.00	
其他	4.1	4.1	100.00	

资料来源：中国糖业协会

对比 2008 年以来的产销情况可以发现，今年的产销率处于 2010 年以来的次低位，且预计下一榨季产销率将回升至 2010、2011 年的高位水平。

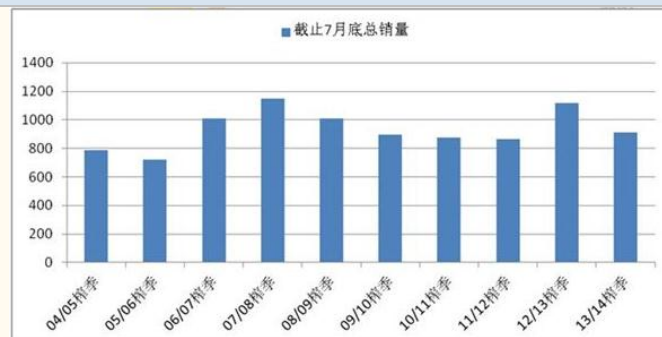
对比 2004/05 榨季以来截至 7 月底的总销量，2013/14 榨季销量终于平均水平以下。

图表 2：2008 年来产销情况对比（2015 年为预测值）



数据来源：WIND

图表 3：截至 7 月底总销量横向对比（单位：万吨）



资料来源：广西糖网

本榨季截至 7 月底库存量创历史新高，突破 400 万吨，且远高于 2007/2008 榨季糖价创历史低位时接近 340 万吨的库存量。庞大的库存成为制约糖价上涨挥之不去的压力。

同时，储备糖量积累也创下峰值。中国糖业协会副理事长刘汉德于 8 月 27 日在参加于印尼日惹市举行的会议上称，中国的储备糖在 9 月 30 日可能增加到 940 万吨。中国糖储备足够使用八个月。

图表 4: 截至 7 月底全国库存对比 (单位: 万吨)



资料来源: 广西糖网

图表 5: 2013/14 榨季甘蔗联动收购价格汇总

产区	甘蔗收购价	联动糖价	联动系数
广西	440	6000	6%
海南	一价区 455	5700	6%
	二价区 440		
广东湛江	410	5400 至 5500	7%-7.5%
新疆	440	--	--

数据来源: 各主产省区农业厅

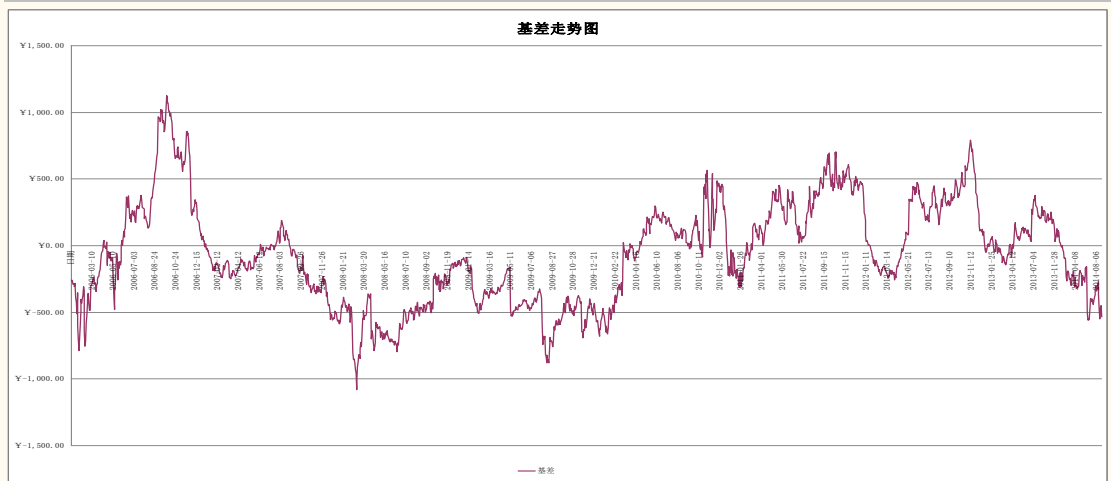
二、糖价持续下跌, 进口糖保持成本优势

1. 糖企面临兑付压力, 降价去库存

据广西壮族自治区物价局关于 2013/2014 年榨季糖料蔗收购价格问题的通知, 2013/2014 榨季广西继续执行全区统一的普通糖料蔗收购首付价政策。2013/2014 年榨季普通糖料蔗收购首付价定为 440 元/吨。糖料蔗收购价格继续采取蔗糖价格挂钩联动、二次结算的管理方式, 维持蔗糖价格挂钩联动水平。每吨普通糖料蔗收购价格 440 元与每吨一级白砂糖平均含税销售价格 6000 元挂钩联动, 挂钩联动价系数维持 6%。其余各主产省区联动收购价格及联动系数汇总如图表 5。

按照常理, 糖厂应在蔗农将甘蔗交付糖厂后糖厂应第一时间同蔗农按照首付价结算蔗款, 但在实际操作中, 因糖厂资金周转等问题, “打白条”的情况仍然存在。据广西糖网等机构不完全统计, 截至 8 月底广西区糖厂累计拖欠农民蔗款累计约 18.9 亿元, 加上云南、广东、海南等产区, 累计拖欠蔗款近 22 亿元。

图表 6: 2006 年以来白糖基差走势图

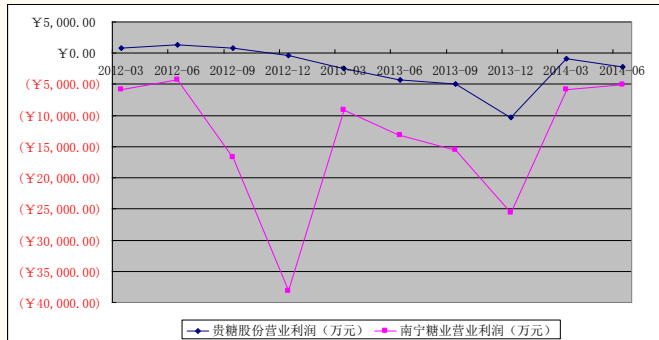


资料来源: WIND

全国糖厂已经处于普遍亏损运营状态，而且其中大部分糖厂已经连续两个榨季亏损，糖价长期下跌已经严重影响到糖厂的现金流。统计两家糖业界上市公司南宁糖业和贵糖股份 2012 年以来的盈亏统计如下。

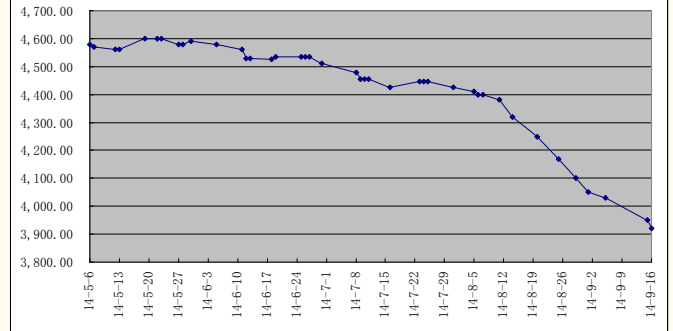
时间推移至邻近榨季末，糖厂面对巨大的工业库存和拖欠的大量甘蔗款，集体降价去库存换销量，7 月底以来的现货及期货价格走势清晰反应了上述举动。

图表 7：糖业上市公司盈利变动



资料来源：上市公司报表

图表 8：5 月以来柳州现货价走势图 (单位：元/吨)



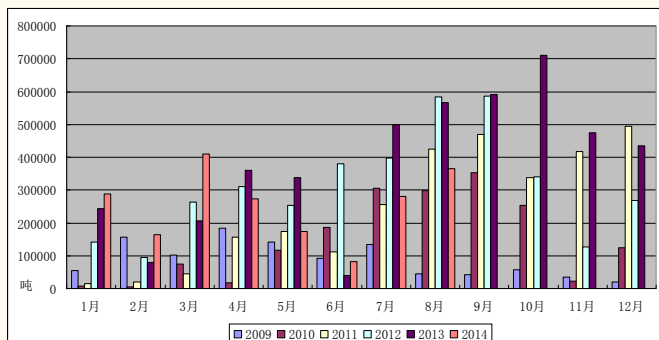
资料来源：WIND

2. 进口糖成本拖累国内价格

新旧榨季之交进口进入淡季，但前期积累的大量进口糖以原糖的形式存储在仓库中，其加工成白糖之后的折算成本将是榨季之交供应端的重要组成部分，直接左右国内现货糖价。

据中国海关公布的最新数据，2014 年 8 月我国进口糖 366368 吨，同比减少 35.26%，环比增加 30.45%，进口均价 425.12 美元/吨。1-8 月累计进口糖 203.91 万吨，同比减少 12.61%。2013/14 榨季截至 8 月底累计进口糖 365.94 万吨，同比提高 19.22%。

图表 9：我国进口糖分月度对比



资料来源：中国海关

图表 10：进口原糖价格折算

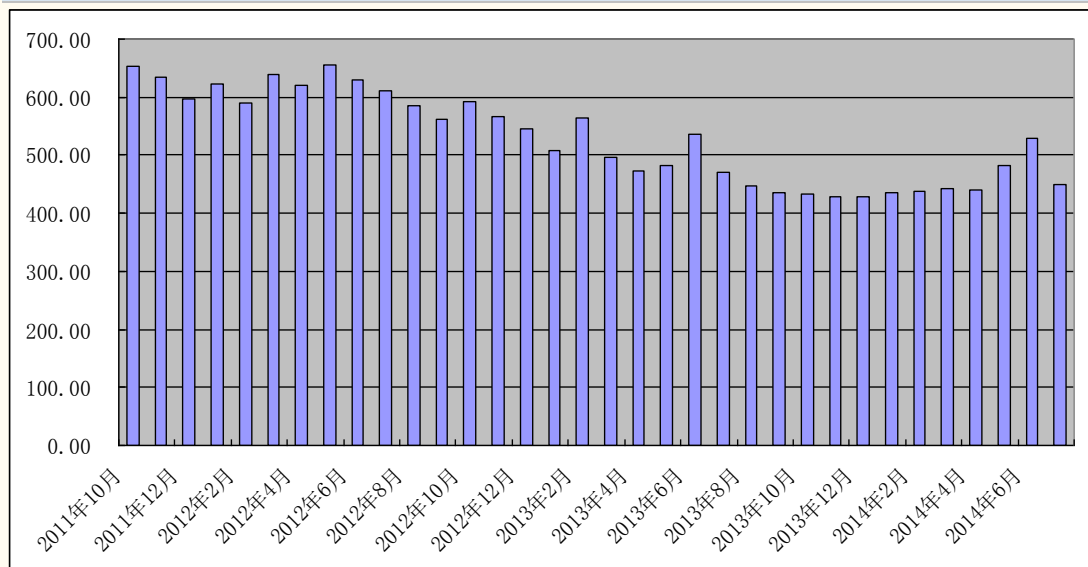
== 我国进口原糖成本计算 (以巴西进口为例) ==			
原糖价格 (美分/磅) :	13.55	损耗率 (%) :	7
海关税率 (%) :	15	海运保险费率 :	0.004616
海外运费 (\$/吨) :	45	外贸代理费率 :	0.01
汇率 (RMB ¥/\$) :	6.15	银行手续费率 :	0.00125
加工费 (¥/吨) :	300	利息及劳务费 (¥/吨) :	25
国内运费 (¥/吨) :	100	增值税率 (%) :	17
升贴水 (美分/磅) :	0.05	升贴水指现货与期货之间的价差，每月均不同	
<input type="button" value="计算"/>		<input type="button" value="关闭"/>	

资料来源：云南糖网

依照上述参数值进行计算，原糖价格 13.55 美分/磅折合进口完税精炼价格 3610 元/吨，较西南产区现货成交价的优势仍大于 300 元/吨。

据国家发改委经济贸易司公布消息，我国食糖内外价差大幅扩大，8 月份我国进口加工成品糖平均成本 3821 元/吨，比广东销区糖价低 816 元/吨，价差比上月扩大 242 元/吨。

图表 11：我国进口糖价月度统计（美分/磅）



数据来源：WIND

8 月 15 日，中国糖业协会原糖进口加工委员会第二次工作会议在大连市召开。会议经过充分讨论与协商，各成员企业就本制糖期后期进口原糖数量达成共识，承诺严格遵守自律约定的内容，确保进口原糖数量不超出约定目标。

随着原糖进口加工能力的盲目建设和原糖进口数量的盲目增加，原糖进口加工行业面临前所未有的困难，对我国食糖市场和我国制糖行业也产生了巨大的影响。为了保护 4000 万糖农利益，维护原糖加工企业的权益，促进我国糖业健康稳定持续发展，中国糖业协会提议原糖进口加工企业要树立大局观念，加强企业间的沟通与协作，合理安排进口节奏和数量，保证原糖进口加工企业生产经营的依法有序，共同创造和谐的市场氛围。

2. 糖料直补政策落地尚待调研

在糖价长期下跌，糖厂普遍亏损的大背景下，收储调控愈显低效，直补政策呼声高，但落地尚待调研。据最新消息，“糖料目标价格”制度即将最后敲定。作为承办这一两会重点建议的国家发改委有望在 9 月底前作出答复。该品种的价格制度一旦经国务

院审议通过，广西和云南的蔗糖，将成为棉花和大豆之后第三类实行目标价格补贴试点的农产品，届时将有利于榨糖企业降低原料成本，也有利于稳定市场价格预期。

目标价格制度是继今年中央一号文件首次提出对农产品实行目标价格试点方案后，2014 年农村经济的重点工作之一。糖料目标价格则指，当蔗糖市场价格低于目标价格时，将补贴农民，保证农民基本收益；当市场价高于目标价格时，国家将补贴低收入消费者。

具体承办任务的发改委经贸司内部已基本确定将提交推行“糖料目标价格”的方案，该方案将以国家发改委名义提交国务院。9 月 9 日，发改委相关部门已赴广西蔗糖产区调研。

三、2014/15 榨季供求分析

1. 14/15 榨季我国进入减产周期

据甘蔗的增产减产周期规律，2014/15 榨季我国蔗糖生产将进入新一轮减产周期。

图表 12 近年糖料种植面积及单产统计 (单位: 千公顷; 公斤/公顷)

	广西	广东	云南	海南	全国	糖料单位面积产量
2011	1091.60	160.26	306.74	60.52	1947.78	63035.83
2012	1128.02	165.44	331.50	62.45	2030.44	64260.53
2013	1066.67	166.67	360.00	67.34	1990.00	72090.45

数据来源: WIND

据云南糖网统计数据，中国 2014/15 榨季糖料种植面积较上一年度减少 7.2%，仅为 2600 万亩。按照目前甘蔗生长情况推测，14/15 年度甘蔗单产或将降低，预计蔗主产区广西减少幅度 6-8%，海南减少幅度 5%左右，预计 2014/15 榨季中国糖产量将下降至 1300 万吨左右。

消费方面，因饮料需求旺盛，促销活动较多。甘蔗糖价格长期低迷，淀粉糖价格上涨，价差缩小至替代价差范围以外，淀粉糖及果葡糖浆对白糖的替代空间进一步缩小。WIND 资讯维持 2014/15 年国内白糖需求量 1500 万吨的预估。贸易方面，14/15 年进口量展望为 190 万吨，出口量展望 7 万吨。

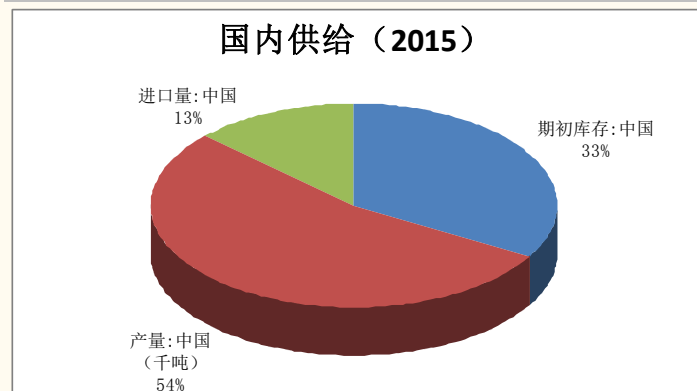
图表 13 中国白糖供需平衡表 (单位: 千吨)

	期初库存	产量	进口量	总供应量	国内消费	总消费量	出口量	期末库存
2010	3,784.00	11,429.00	1,535.00	16,748.00	14,300.00	14,300.00	93.00	2,355.00
2011	2,355.00	11,199.00	2,143.00	15,697.00	14,000.00	14,000.00	76.00	1,621.00
2012	1,621.00	12,341.00	4,430.00	18,392.00	14,200.00	14,200.00	52.00	4,140.00
2013	4,140.00	14,001.00	3,802.00	21,943.00	15,100.00	15,100.00	50.00	6,793.00
2014	6,793.00	14,346.00	3,900.00	25,039.00	16,500.00	16,500.00	45.00	8,494.00
2015	8,494.00	13,700.00	3,300.00	25,494.00	17,400.00	17,400.00	45.00	8,049.00

数据来源: WIND

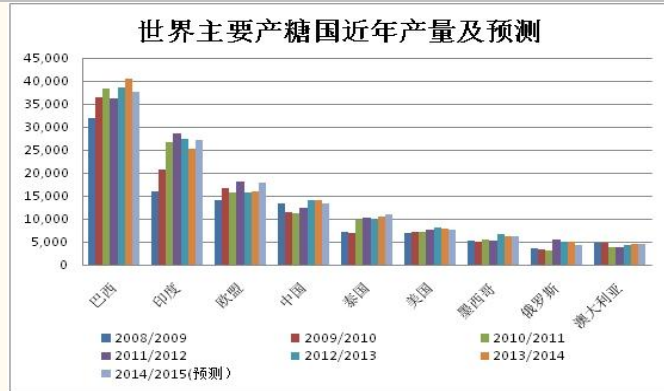
由于 2013/14 榨季结转库存量将达，预计结转库存及进口将占到新榨季全国总供应量的 46%左右。

图表 14：2014/15 榨季我国白糖供给构成示意图



数据来源：WIND

图表 15：世界主要产糖国近年产量及预测



数据来源：WIND

2. 巴西等主产国减产，14/15 榨季供需趋于平衡

世界各主产国 2014/15 榨季多数进入减产周期，概况汇总如下：

巴西：受到厄尔尼诺引起的气象条件影响，预计 2014/15 榨季产量为 3760 万吨。

印度：印度国家糖厂合作联盟 9 月中旬预计印度 14/15 榨季产糖量或为 2530 万吨，消费量或为 2400 万吨，截至 10 月 1 日的糖库存或有 760 万吨。预计印度在 14/15 榨季出口糖达 300 万吨。另外，该行业组织寻求推动政府对进口糖加征 40%的关税。

泰国：种植期间天气干燥，军政府预计进一步扩大种植面积 10 万公顷至 160 万公顷，预计 14/15 榨季产量为 1100 万吨。

欧盟：预计 2014/15 榨季增产 87.5 吨至 1780 万吨，增幅不大。

澳大利亚：14/15 榨季产量预估为 460 万吨；出口预估为 300 万吨，主要出口对象为印尼（30%）。

俄罗斯：2014/15 榨季甜菜种植面积约 92 万公顷，预计糖产量为 440 万吨。

总部位于瑞士洛桑的国际糖业咨询机构 Kingsman9 月上旬称，10 月起的 2014/15 年度，全球糖市场短缺量预计为 180-190 万吨，7 月时预估为 210 万吨。巴西国内咨询机构 Datagro 的分析师表示，预计 2014/15 年度全球糖市供应将出现缺口，当前处于低迷状态的国际糖价或于年底结束下跌行情。

国际糖组织 (ISO)8 月底表示，全球糖消费超过供应至少 300-400 万吨，糖价才有可能出现显著攀升。该组织高级经济学家表示，从 10 月份开始的 12 个月里，全球糖市将

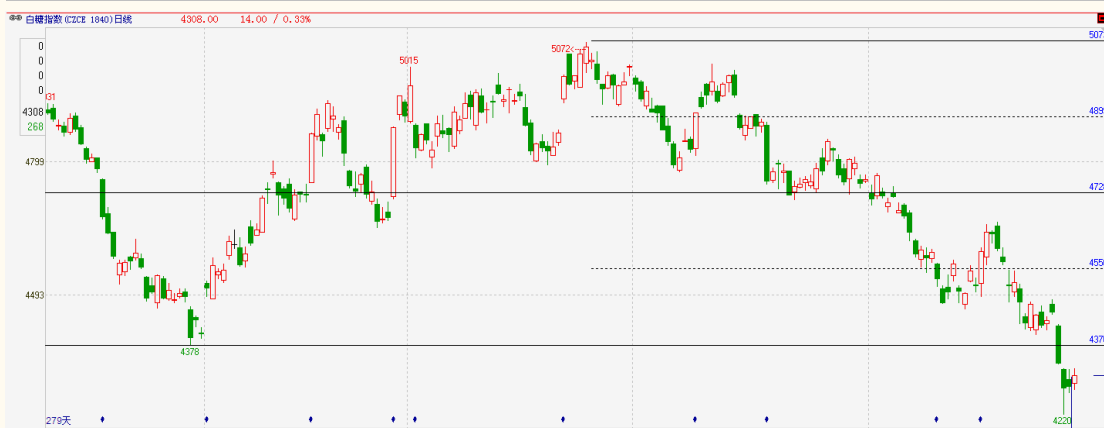
供应过剩 130 万吨，为连续第五年供过于求，随后一年才会出现少量的供不应求。下榨季产量下滑所引发的潜在糖价回升可能在巨量库存影响下黯淡无力。国际糖业组织的预期与投行高盛的预期相近，高盛称其预期全球糖市 2014/15 年度将连续第四年供应过剩，尽管此前的干燥天气对作物产量产生不利影响。

结合权威分析机构的预测综合来看，2014/15 榨季全球糖产量预计为 1.781 亿吨，较之前一年下滑 1.2%；消费量将增加约 2.5%至 1.801 亿吨。2014/15 榨季供求形势将有明显改善，预计将出现缺口。

四、波动分析及后市预测

糖协将 2013/14 榨季我国糖市运行情况概括为“一少二多三低四亏五难”。即：一少，全国糖产量少，全国总产量 1330.19 万吨；二多，进口糖多，配额内进口 89.8 万吨，配额外进口 109 万吨，总进口 178 万吨；三低，销售价格低，全国平均卖价 4745.49 元/吨，较去年同期的 5546 元/吨降幅明显；四亏，全行业出现亏损，全国预计总亏损约 100 亿元；五难是制糖行业运行异常艰难，主要受到价格长期下跌及进口糖冲击。

图表 16: 郑糖指数日 K 线分析



资料来源：文华财经

以郑糖指数日 K 线组合分析，自 2014 年 1 月底至 9 月中旬经历圆弧顶涨跌轮回，自 4378 至 5072 整个形态高度 694 点，时间跨度约 7 个半月，最新价格下破 1 月底低点创年内新低，在 4300-4400 附近价位直接企稳走底部形态的概率很小，即不管是双底、圆弧底、V 型反转与长周期圆弧顶直接以圆弧顶颈线衔接而没有一段下跌缓冲的概率都很小，保守预计自郑糖指数圆弧顶颈线 4378 算起将有 300-400 点左右的下行空间。

据广西糖网统计，2005/2006 榨季至今，国内每个榨季的白糖现货价格振幅最大值为 1920 元/吨，最小值为 950 元/吨，振幅大部分分布在 1000 元/吨-2000 元/吨。本轮下跌已超过 36 个月，为 1995 年以来下跌历时最长的周期。

本榨季糖价长期低于生产成本线运行，全行业普遍产生对糖价将周期性见底发转的预期，但经历了跨越榨季的长周期下跌之后，筑底进程很难在一个月甚至一个季度的时间内完成，且筑底过程不会一帆风顺。预计四季度糖价将延续探底至筑底的进程，以 1501 及 1505 合约计算，敏感见底价位为 3950-4050，时间段为 11 月下旬至 12 月份。关键影响因素为去库存进度、进口糖量价及或将于 11 月中下旬公布的甘蔗联动收购价格。

特别声明：

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构：

总部	北京东四十条营业部	南京营业部
电话：0516 - 83831111	电话：010 -84261652	电话：025 - 84787998
传真：0516 - 83831100	传真：010 - 84261675	传真：025- 84787997
地址：江苏省徐州市淮海东路153号 新纪元期货大厦（221005）	地址：北京市东城区东四十条68号 平安发展大厦4层403、407室 （100027）	地址：南京市玄武区珠江路63-1号南 京交通大厦9楼5-11房（210008）
广州营业部	苏州营业部	常州营业部
电话：020 - 87750882	电话：0512 - 69560998	电话：0519 - 88059972
地址：广州市越秀区东风东路703号 粤剧院文化大楼11层（510080）	传真：0512 - 69560997	传真：0519 - 88051000
	地址：苏州工业园区苏州大道西2号1 幢国际大厦602-604单（215021）	地址：常州市武进区延政中路2号 世贸中心B栋2008-2009（213121）
杭州营业部	上海浦东南路营业部	重庆营业部
电话：0571-85817186	电话：021 - 61017393	电话：023 - 67917658
传真：0571-85817280	传真：021 - 61017396	传真：023 - 67901088
地址：杭州市绍兴路168号 1406- 1410室（310004）	地址：上海市浦东新区浦东南路 256号1905B室（200125）	地址：重庆市江北区西环路8号B幢 8-2、8-3（400020）
无锡营业部	南通营业部	
电话：0510 - 82827006	电话：0513-55880598	
地址：无锡市南长区槐古豪庭15号 7楼（214000）	地址：南通市环城西路16号6层603- 2、604室（226000）	